

学校编码: 10384  
学号: 20051301049

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

当前货币政策应对外汇储备持续增长的有效性研究  
——基于 FDI 视角的实证分析

A study on the foreign exchange reserve growing control  
validity of China's current monetary policy ——An empirical  
research from FDI perspective

徐 晴 霞

指导教师姓名: 郑 甘 澍 教 授

专 业 名 称: 国 际 贸 易 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。  
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

外汇储备是一个综合性的变量, 外汇储备过多或过少都会对一国经济造成重大的影响. 当外汇储备在一个合理范围内增长时, 对经济发展有很大的推动作用。但是, 另一方面, 外汇储备的迅速增加和规模过大也会给我国的宏观经济带来很多负面影响。外汇储备的快速增长, 在一定程度上增加了我国经济增长对国际资本的依赖性, 降低了我国经济的安全系数; 大大增加了对人民币的需求, 改变了外汇与人民币之间的供求关系, 使人民币升值压力随之不断加大, 升值预期得到不断强化。

本文从外汇储备快速增长的现状入手, 分层次说明了引起我国外汇储备快速增长的一系列原因。通过对我国双顺差来源的分析, 特别说明了我国大量吸引的出口导向型的外商直接投资是导致我国外汇储备迅猛增长的深层次原因。并通过外汇储备对央行货币政策的影响分析得出, 外汇占款已成为我国中央银行投放基础货币的主要渠道, 加剧了我国流动性过剩的局面, 这在很大程度上降低了中央银行制定货币政策的自由度, 也使货币政策的作用大大减低。最后, 本文通过从出口贸易顺差角度对我国当前面临的外汇储备剧增的问题进行分析, 从出口贸易顺差的主因FDI角度探讨现行货币政策对抑制外汇储备高速增长和由此带来的一系列问题的有效性。

文章的核心在于运用计量分析方法对货币政策手段与出口导向型和市场拓展型FDI进行的实证分析, 对我国货币政策应对外汇储备持续增长的有效性进行了深入探讨。实证结果显示, 目前我国所采取的对对应外汇储备高速增长所带来的流动性过剩的货币政策将会更多的促进出口导向型的外商直接投资进入我国, 从而对抑制外汇储备的增加的作用十分有限。最后本文基于以上分析, 提出了相应的建议和措施。

**关键词:** 外汇储备; 货币政策; FDI

## Abstract

The foreign exchange reserve is a comprehensive variable, whose amount excessively has a significant influence to a country economy. When the foreign exchange reserve grows in the reasonable scope, it has the very great function to the economic development. But, on the other hand, the fast growth of the foreign exchange reserve also brought some negative influences to our economic development. To some extent, it makes our economy growth depend more and more on the international capital, which reduces the safety factor of our economy. It increases the demand of RMB, and brings great pressure to the appreciation of the RMB exchange rate.

At the beginning, this article talks about the reason of the increasing of the foreign exchange reserves, which emphasis on the export trade surplus. After analyzing the influence of the foreign exchange reserves to the monetary policy , the article found that, at the present time, the RMB counterpart of foreign exchange reserves have been the main channel of our central bank putting the base currency into economy, and cause the capital fluid surplus in our economy. The fluid surplus greatly weakens the independence of monetary policy, and makes it distorted. After that, the paper analyses China's current monetary policy validity in the point of view of FDI, because it is the main cause of export trade surplus.

The kernel of this article is to carry on the real diagnosis to the current monetary policy and the two kind of FDI—export oriented FDI and market oriented FDI, by using the an empirical research method, so that to probe into the validity of our monetary policy. The analysis result shows that the current monetary policy will promote more export oriented FDI but less market oriented FDI, so its effect of controlling the fast growing foreign exchange reserve is limited. Finally, based on the conclusion, the article put forward the corresponding proposal.

**Key words:** foreign exchange reserves; monetary policy; FDI

## 目 录

第一章 引言 .....	1
第一节 研究背景 .....	1
第二节 文献综述 .....	2
第三节 研究目的、方法和结构 .....	6
第二章 外汇储备快速增加对中央银行货币政策影响分析 .....	9
第一节 我国外汇储备快速增加现状及原因分析 .....	9
第二节 外汇储备快速增加对中央银行货币政策影响 .....	15
第三节 本章小结 .....	23
第三章 基于 FDI 的当前货币政策有效性实证分析 .....	25
第一节 我国吸收 FDI 发展现状分析 .....	25
第二节 基于 FDI 的当前货币政策有效性实证分析 .....	28
第三节 本章小结 .....	33
第四章 政策建议 .....	34
第一节 短期策略——货币政策升级 .....	34
第二节 长期策略——外资源头控制 .....	37
第三节 根本策略——彻底改变我国经济内部结构性失衡 .....	39
第四节 结语 .....	39
附表：实证分析相关数据 .....	41
参考文献 .....	42
后 记 .....	45

## Contents

<b>Chapter 1.Introduction</b> .....	<b>1</b>
Section 1. Research Background .....	1
Section 2. Literature Review .....	2
Section 3. Research Purpose, Method and Primary Structure.....	6
<b>Chapter 2. The influence of increasing foreign exchange reserves to monetary policy</b> .....	<b>9</b>
Section 1. The status quo and reason of the fast increasing foreign exchange reserves.....	9
Section 2. The influence of increasing foreign exchange reserves to monetary policy .....	15
Section 3. Brife summary .....	23
<b>Chapter 3. An empirical research from FDI perspective of the validity of China's current monetary policy</b> .....	<b>25</b>
Section 1. The status quo of FDI in China .....	25
Section 2. An empirical research from FDI perspective of the validity of China's current monetary policy .....	28
Section 3. Brife summary .....	33
<b>Chapter 4. Suggestion of measures</b> .....	<b>34</b>
Section 1. Short-term strategy—Upgrading the monetary policy .....	34
Section 2. Long-term strategy—Controlling the source of FDI.....	37
Section 3. Ultimate strategy—About-facing the unbalance of economy interior structure.....	39



Section 4. Summary .....	39
Appendix Relative data of the empirical research .....	41
Reference .....	42
Postscript .....	45

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 引言

### 第一节 研究背景

改革开放二十多年来，我国经济突飞猛进，取得了举世瞩目的成就。国内生产总值多年来一直保持 10% 左右的高增长速度，经济总量跃居世界前列。在此过程中，我国招商引资、对外贸易空前活跃。在国际收支经常账户和资本账户连续多年保持“双顺差”，从而导致外汇储备不断增长。根据国家外汇管理局的统计，我国外汇储备余额从 1995 年底的 735.79 亿美元增加到 2006 年底的 10663.44 亿美元，增长了 13.49 倍，超过日本成为全球外汇储备第一大国。我国成为外汇储备增长最快的国家，在全球外汇储备所占的比重从 5.29% 升至 21.21%，在发展中国家的比重则从 10.03% 升至 29.3%。目前，我国外汇储备总额已经超过 1.2 万亿美元，2007 年第一季度外汇储备增加 1357 亿美元，增加额相当于 2006 年的 55%。这些都表明，我国外汇储备加速增长的态势非常明显。

外汇储备是一个综合性的变量，外汇储备过多或过少都会对一国经济造成重大的影响。当外汇储备在一个合理范围内增长时，对经济发展有很大的推动作用。一是外汇储备增长增强了综合国力，有利于维护国际信誉，提高对外融资能力和引进外资能力。二是有利于国家宏观调控，实施宽松的货币政策和扩张性财政政策及稳定人民币汇率的政策，促进经济增长。三是为改革提供物质和资金保障。但是，另一方面，外汇储备的迅速增加和规模过大也会给我国的宏观经济带来很多负面影响。外汇储备的快速增长，在一定程度上增加了我国经济增长对国际资本的依赖性，降低了我国经济的安全系数；大大增加了对人民币的需求，改变了外汇与人民币之间的供求关系，使人民币升值压力随之不断加大，升值预期得到不断强化。另外，在我国目前的外汇管理体制下，外汇占款已成为我国中央银行投放基础货币的主要渠道，加剧了我国流动性过剩的局面，这在很大程度上降低了中央银行制定货币政策的自由度，也使货币政策的作用大大减低。

## 第二节 文献综述

### 一、国外关于外汇储备、外汇占款和货币政策有效性的研究综述

外汇储备这一问题很长时间以来一直受到各国学者的关注，马克思曾在《资本论》中就提到过国家储备的作用<sup>①</sup>，之后其他学者也都纷纷提出了储备资产对一国经济的重要性等方面的理论。例如凯恩斯认为，国家的利益就在于实现充分就业，实现充分就业要依靠投资增加，投资增加就得依靠国际收支顺差积累的财富<sup>②</sup>。他认为，国家的利益取决于国内投资和国外投资的增加，这两种投资都取决于外贸顺差和外汇储备的积累。另一方面，外汇储备增加，为一国对外投资积累了资金，国外投资能给本国带来更高的利润，更能增加本国的利益。可见，外贸顺差促使外汇储备增加具有一箭双雕的作用。因此，凯恩斯认为，外贸顺差(如果不太大的话)非常有利于刺激经济增长，而外贸逆差则很快会造成持久性的萧条状态。

20 世纪 70 年代以后，国际收支危机开始频频爆发，引得世人对国际金融领域动荡的关注程度不断提升。国际收支危机是经济全球化的产物，是随着国际贸易和国际资本流动的发展，原有经济体系中各种矛盾不断积累和深化，国际收支失衡问题日益突出，调节手段不足或无效而出现的。

1977 年诺贝尔经济学奖得主、英国经济学家詹姆士·米德提出了内部均衡和外部均衡理论<sup>③</sup>。内部均衡是指充分就业和价格水平稳定，外部均衡是指国际收支平衡。他认为，只有当这两个市场都达到均衡状态的时候，一国才能达到总体平衡。并且相应的提出了两种政策，即支出调整政策和支出转换政策。支出调整政策主要以凯恩斯经济理论的需求管理政策为基础，由货币政策和财政政策所构成。支出转换政策是指能够影响一国国际竞争力的政策，其中重要组成部分是汇率政策。米德认为，内部均衡是通过支出调整政策实现的，而外部均衡是通过支出转换政策实现的。一国政府通过这两种政策的融合，就能够实现内部均衡和外部均衡的双重平衡。

在米德的内外均衡国际收支理论的基础上，20 世纪 60 年代经济学家罗伯

<sup>①</sup>马克思. 资本论[M]. 人民出版社, 2002, 512-513 585 643 645

<sup>②</sup>凯恩斯. 就业、利息和货币通论[M]. 商务印书馆, 1999, 346 348 360

<sup>③</sup>引自：刘伯. 开放经济下的中国国际收支实证研究. 吉林大学博士论文, 2006, 7-13

特·蒙代尔(1962)建立了 IS-LM-BP 一般均衡理论, 提出了政策指派法则。国际收支作为一国宏观经济的组成因素, 是与其它经济变量相关联的, 并且是相互影响的。运用一般均衡分析研究在价格不变的条件下, 商品市场、货币市场以及国际收支同时达到均衡时汇率、国际收支与国民收入的关系。并且指出在开放经济条件下, 应采用财政政策实现内部平衡目标, 而采用货币政策实现外部平衡目标。

2000 年以后, 关于国际收支的研究主要集中在外汇储备等项目对国内经济政策目标实现的影响关系方面。Thirlwall(2001)和 Moreno-Brid(2003)在传统哈罗德—多马经济增长模型有保证增长率和自然增长率的基础上, 提出了国际收支平衡增长率, 以探讨开放条件下的经济增长问题。Badinger(2004)利用向量误差修正模型估计了奥地利的国际储备需求, 检验了货币市场的短期不均衡, 得出了长期储备需求源于进口和储备机会成本的结论。Kenen(2005)从外汇储备的币种角度出发, 研究了平衡美元与欧元之间波动的问题, 并提出了稳定国际货币系统的相关政策建议。

国际上, 有关外汇储备、外汇占款和货币政策有效性的研究, 大都是针对某个国家的具体情况或以某个理论模型为基础而展开的。如 Guillermo Calvo & Mervyn King (1997)认为中央银行通过增发票据来冲销外汇占款, 那么政府为销售这些票据所支付的利息, 通常要高于其以外汇储备形式持有债券所得到的利息, 而且为了吸引金融机构用中央银行票据置换其超额准备金存款, 中央银行必须在收益率和流动性两个方面为金融机构提供比超额准备金存款更为优惠的条件, 这些都使得冲销政策的成本十分高昂, 因此不具备持久的可行性。Calvo (1993)在考察了拉丁美洲国家货币冲销的基础上指出, 一国经常性的货币政策的冲销干预只会导致国内利率的提高, 造成利差的继续扩大, 因此这些国家的外汇储备会继续快速的增加, 这将带来货币当局进一步的货币政策的无休止的冲销干预, 造成恶性循环, 并不能达到预期的效果。纳蒂维达德和斯通(Natividad & Stone, 1990)从国内信贷和外汇储备的政策功能角度出发, 对粘性价格货币模型进行了扩展并以此对货币政策冲销操作进行了分析。在文中他们分析了三种外部冲击, 即国内净资产增加、国外净资产增加和国外利率的变化, 并指出: 在国内和国外资产完全替代的条件下, 冲销操作无论在短期还是在长期都是无效的。

Rogers and Siklos (2003)研究了在固定汇率制度下, 冲销干预对货币供应量

和货币政策独立性的影响,运用了国际收支货币分析法,根据中央银行反应函数来测度冲销干预对于货币供应的影响和有效性,这方面的研究主要侧重的是冲销系数的实证测量,建立了许多模型。Kumhof (2004) 年建立了一个在实行固定汇率制度和资本管制和强制结售汇的条件下的理论模型,中央银行、企业(包括商业银行)和居民通过金融市场(货币市场、债券市场和股票市场)的交易,调整资产负债结构和比例,为后来的学者研究外汇储备和货币政策影响提供了可供参考的理论模型。

澳大利亚资深中央银行行长麦克法兰在访问中国社会科学院世界经济与政治研究所时,在题为《国际收支失衡》<sup>①</sup>的报告中认为中国目前发行中央银行票据实行冲销的政策并不像听起来那么简单,中央银行票据要有吸引力,就必须提高利率,而这可能会吸引更多的外资流入;在这种情况下,许多国家依靠提高准备金规定和直接信贷指导这一政策组合来限制银行账户的扩张以控制货币供给,但这限制了中央银行和商业银行的盈利性,这种政策不可能一直持续。由于非常规冲销不可长期维持,中国外汇储备增长刺激了人民币升值预期,国际投机资本参与人民币升值投机的规模也因此变得越来越大。

## 二、国内学者关于外汇储备、外汇占款和货币政策有效性的研究综述

随着我国外汇储备量的迅猛增加,外汇储备加大了对我国经济的国内外影响力。因此对我国外汇储备进行研究的学者也逐步增加。

在外汇储备的规模方面,陈燕(2006)利用 eviews 统计软件对 1984-2003 年间中国外汇储备规模影响因素的统计数据进行分析,在此分析的基础上尝试从实证角度探讨中国外汇储备适度规模的决定机制。最后通过模型预测,得出 2004 年我国的实际外汇储备已远大于模型预测值,我国外汇储备的增长是非正常的,需要做出适当调整。姜延书、马瑞(2006)提出了外汇储备应保持一个适度的规模,并从需求方面考虑,找出影响外汇储备规模的因素,得出中国外汇储备规模的计量模型,并据此分析了我国历年外汇储备的适度性,得出的结论是 1997-2003 年我国的外汇储备的规模是储备过度。

从对经济的影响方面来看,谢太峰(2006)认为外汇储备的快速增长既是我国经济实力增强的必然结果,又对我国经济健康发展具有重要保障作用。如果刻

<sup>①</sup>资料来源:中国金融界网 [http://www.zgjrjw.com/zt/zt6/zt6\\_48.htm](http://www.zgjrjw.com/zt/zt6/zt6_48.htm)

意为减少外汇储备而采取什么措施，最终结果只能是损害经济的正常运行。但大部分学者认为外汇储备的快速增长给我国经济带来了许多并且很严重的负面影响，特别是对我国货币供应和货币政策存在很大的影响，因此应加以控制。

马海琨、张京（2006）认为外汇储备并非越多越好，其超常增长会带来许多负面影响。并对庞大的外汇储备带来的相关问题和当前如何管理我国的外汇储备等进行了探讨。周浩、朱启贵（2006）运用多变量向量自回归模型（VAR）的协整分析方法与向量误差修正模型对我国外汇储备与物价指数之间的关系进行了实证检验。结果表明，外汇储备与物价指数之间存在正相关关系，且长期内存在稳定的均衡关系。魏义俊（2005）认为外汇储备变动对货币供应产生很大影响。他通过对 1985—2004 年我国外汇储备与货币供应量的相关分析，得出结论：巨额的外汇储备通过外汇占款拓展基础货币的供应渠道，从而使外汇储备与货币供应量之间具有相当高的相关性，这是外汇储备激增对货币供给产生重大冲击的原因。许承明（2001）认为我国外汇储备实际持有量的变动，既受到外汇储备需求变化的影响，也受到货币市场非均衡的影响，外汇占款在基础货币投放中所占的比例越来越高，中央银行通过外汇占款大幅度增加了基础货币，从而也挤占或减少了国内信贷。胡祖六（2004）指出，外汇储备资产的不断增加，迟早会导致货币供应与信贷的过度扩张，引发通货膨胀从而使当局对外汇市场的干预成为徒劳无功。李军、张敏（2006）认为持有过高的外汇储备不仅机会成本过大，而且使我国货币政策的独立性削弱，通货膨胀随之加剧。因此要采取推进人民币汇率制度改革，转变出口导向的外贸战略，完善宏观政策调控手段，加强储备管理，增加实物资产储备等手段解决外汇储备过高的问题。康立（2006）从实证角度剖析了外汇储备变动对我国货币政策调控的冲击，以及引起汇率政策与货币政策的冲突，提出我国应改革现行的外汇管理制度，加大公开市场业务操作力度，促使国际收支结构平衡，以提高货币政策实施的自主性和灵活性。还有学者对不同冲销手段的效果进行了分析，如管华雨和张晓田（2000）结合发展中国家的特点，认为冲销操作几个负效应，包括引发恶性循环、恶化财政状况、干扰货币政策等在发展中国家并不存在。同时他们利用资产组合模型对我国进行的冲销操作的负效应进行了理论分析，但其分析主要是针对再贷款和公开市场业务这两种手段而言，而且没有进行实证分析。

上述文献对本文所做的研究有很大的启发和借鉴意义,但这些文章大多只证明了外汇储备高涨的负面影响,特别是在货币政策方面,而没有就当前我国如何有效应对这种负面影响的策略做详细论述。本文从出口贸易顺差的主因 FDI 角度,通过实证分析探讨现行货币政策对抑制外汇储备高速增长和由此带来的一系列问题的有效性,希望得到有实用价值的结论,对我国应对外汇储备激增所带来的一系列问题提出有效的政策建议。

### 第三节 研究目的、方法和结构

#### 一、研究目的

本文的研究目的是通过分析我国吸收 FDI 的类型与高速增长外汇储备的深层次关系,运用实证分析的方法,来检验目前我国现行货币政策的有效性。

我国自改革开放至2005年,已经累计吸收外商实际直接投资6224.3亿美元。其中,约有70%是投向制造业。这些投资中的大部分,无论是从它们来华的初衷或是从实际操作层面来看,其指向都不是我国内部的需求。它们进入中国的主要目的,是为了能够利用相对低廉的劳动力和其它生产要素。更确切地说,伴随这些国际资本转移的是生产基地,而不是销售市场。正是这些庞大的境外资本,在我国造就了一个相当可观的加工工业,进而又造就了一个规模巨大的进出口加工贸易。

以境外市场为主要目标,以加工或代工为主要手段,并在我国进出口中占有重要地位的外资企业加工贸易,正是导致高额顺差产生的主要原因。

根据国家统计局贸易外经统计司计算,2000年以来我国的进出口顺差平均有89%来自于加工贸易,而在加工贸易顺差中平均又有74.8%来自于外资企业,由此可知,67%的进出口总顺差是由外资企业的加工贸易顺差形成。2005年我国按贸易方式分组的顺差为1820亿美元,其中加工贸易顺差占78.2%。而在加工贸易顺差中,又有81%的顺差来自于外资企业,以此计算,外资企业加工贸易顺差占进出口总顺差的比重为63.3%。2006年1—5月我国按贸易方式分组的总顺



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库